

ABO Wind AG

Deutschland / Cleantech
 Börse Hamburg
 Bloomberg: AB9 GR
 ISIN: DE0005760029

Jahresbericht
 2018

BEWERTUNG

KURSZIEL

Aufwärtspotenzial
 Risikobewertung

BUY

€ 22,00

56,0%
 High

REKORDUMSATZ UND DRITTHÖCHSTER JAHRESGEWINN

ABO Wind hat im Jahr 2018 einen Rekordumsatz von €150 Mio. erzielt und mit €12,7 Mio. das drittbeste Nettoergebnis in ihrer Geschichte eingefahren. Dies ist insbesondere vor dem Hintergrund, dass der deutsche Markt regelrecht eingebrochen ist, ein bemerkenswert gutes Ergebnis. Dank eines starken Auslandsgeschäfts ist es ABO Wind gelungen, die Marktschwäche in Deutschland weitgehend zu kompensieren. Die kräftig gewachsene Projektpipeline spricht dafür, dass ABO Wind auch in den nächsten Jahren weiter wachsen wird. Für 2019 erwartet das Unternehmen allerdings aufgrund des sich weiter abschwächenden deutschen Marktes einen Gewinnrückgang auf ca. €10 Mio. Die mittelfristigen Aussichten sind aber dank Internationalisierung und dem zweiten Standbein Solar ausgezeichnet. ABO Wind erwartet spätestens ab 2023 in der Regel Jahresüberschüsse jenseits der €20 Mio.-Grenze. Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt ein neues Kursziel von €22,00 (bisher: €21,50). Die Aktie bleibt mit einem 2020E KGV von 8 attraktiv bewertet. Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung.

Leichte Umsatzsteigerung und hohes EBT ABO Wind steigerte den Umsatz J/J um 2% auf €150,3 Mio. Aufgrund einer leichten Bestandsminderung belief sich die Gesamtleistung auf €149,9 Mio. (FBe: €160,1 Mio.) und blieb damit wie erwartet deutlich hinter dem Vorjahreswert von €176,3 Mio. zurück. Ein geringerer Anteil an materialintensiven Errichtungsleistungen führte zu signifikant niedrigeren Materialkosten (€70,7 Mio. versus €99,3 Mio. in 2017). Aufgrund eines kräftigen Personalausbaus von durchschnittlich 518 auf 573 Mitarbeiter stiegen die Personalkosten von €32,0 Mio. auf €36,3 Mio. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen erhöhten sich von €10,9 Mio. auf €13,5 Mio. Das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit (EBT) blieb mit €21,3 Mio. zwar unterhalb des Vorjahreswertes von €23,5 Mio., übertraf aber unsere Schätzung von €17,4 Mio. deutlich. Die EBT-Marge blieb mit 14,2% auf hohem Niveau (2017: 16,0%). Trotz des schrumpfenden deutschen Marktes hat ABO Wind ihre operative Schlagkraft erhalten. (b.w.)

FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Umsatz (€ Mio.)	122,29	146,79	150,26	148,10	173,25	184,69
Jährliches Wachstum	52,4%	20,0%	2,4%	-1,4%	17,0%	6,6%
EBIT (€ Mio.)	23,89	24,96	22,22	16,86	21,94	23,22
EBIT-Marge	19,5%	17,0%	14,8%	11,4%	12,7%	12,6%
Jahresübers. (€ Mio.)	16,52	17,01	12,74	10,07	14,02	14,60
EPS (verwässert) (€)	2,16	2,22	1,67	1,30	1,67	1,74
DPS (€)	0,50	0,40	0,42	0,42	0,42	0,42
FCF (€ Mio.)	-5,81	29,98	-30,29	19,30	2,38	10,71
Nettoverschuldungsgrad	44,2%	7,8%	48,5%	16,0%	17,0%	11,8%
Liquide Mittel (€ Mio.)	3,80	32,34	4,52	28,17	37,87	44,24

RISIKEN

Wesentliche Risiken sind Projektentwicklungs-, Währungs-, Zinsänderungs- und regulatorische Risiken.

UNTERNEHMENSPROFIL

Die ABO Wind AG ist ein Projektentwickler für erneuerbare Energien und hat seit der Gründung 1996 Grünstromanlagen mit einer Kapazität von ca. 2.300 MW entwickelt. Das Unternehmen übernimmt auch die Betriebsführung von Windparks und Biogasanlagen. ABO Wind hat ca. 550 Mitarbeiter und sitzt in Wiesbaden.

HANDELSDATEN

Stand: 12. Jun 2019

Schlusskurs	€ 14,10
Aktien im Umlauf	7,65 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 107,80 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 12,70 / 15,00
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	1.028

Multiples	2018	2019E	2020E
KGV	8,5	10,7	7,7
EV/Sales	1,0	1,0	0,9
EV/EBIT	6,8	9,0	6,9
Div.-Rendite	3,0%	3,0%	3,0%

KURSÜBERSICHT



UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 31. Dez 2018

Liquide Mittel	€ 4,52 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 184,09 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 0,89 Mio.
Bilanzsumme	€ 194,04 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 22,83 Mio.
Eigenkapital	€ 88,98 Mio.

AKTIONÄRSSTRUKTUR

Familie Ahn	30,9%
Familie Bockholt	31,1%
Mainova	10,4%
Baden-Württembergische VK	6,0%
Free Float	21,6%



Das Nettoergebnis belief sich auf €12,7 Mio. und lag damit leicht oberhalb der im Jahresverlauf erhöhten Guidance von €12,5 Mio. und unserer Schätzung (vgl. Abbildung 1). Wesentlicher Grund für die Verringerung gegenüber dem Vorjahreswert von €17,0 Mio. sind höhere Steuern (€8,5 Mio. versus €6,5 Mio. in 2017).

Abbildung 1: Berichtete Zahlen versus Schätzungen

Alle Zahlen in € Mio.	2018A	2018E	Delta	2017A	Delta
Umsatz	150,26	134,01	12,1%	146,79	2,4%
EBIT	22,22	18,96	17,2%	24,96	-11,0%
Marge	14,8%	14,1%		17,0%	
Jahresüberschuss	12,75	12,50	2,0%	17,01	-25,1%
Marge	8,5%	9,3%		11,6%	
EPS (verwässert) in €	1,67	1,63	2,0%	2,22	-25,1%

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Wind AG

Eigenkapital und Nettoverschuldung höher Das Eigenkapital erhöhte sich um 12% auf €89,0 Mio. Aufgrund der Bilanzverlängerung in ähnlicher Größenordnung verharrte die Eigenkapitalquote bei knapp 46% (vgl. Abbildung 2). Die Nettoverschuldung stieg deutlich von €6,2 Mio. auf €43,2 Mio. Dies lag zum einen an den stark gesunkenen liquiden Mitteln (€4,5 Mio. versus €32,3 Mio. in 2017), zum anderen an den erhöhten Finanzverbindlichkeiten (€47,7 Mio. versus €38,5 Mio. in 2017). Diese Erhöhung ist auf die Ausgabe der Wandelanleihe zurückzuführen. Bis Ende 2018 wurden €8,8 Mio. platziert.

Abbildung 2: Bilanz – ausgewählte Positionen

in € Mio.	2018A	2017A	Delta
Anlagevermögen insgesamt	10,0	10,5	-5%
Vorräte	71,5	48,8	46%
Forderungen aus Lieferungen & Leistungen	20,2	24,4	-17%
Forderungen. geg. verbundene Unternehmen	58,4	35,6	64%
Wertpapiere	18,7	12,5	50%
Liquide Mittel	4,5	32,3	-86%
Umlaufvermögen insgesamt	182,5	161,6	13%
Eigenkapital	89,0	79,6	12%
Eigenkapitalquote	45,9%	45,7%	+0,2 PP
Mezzanine Kapital	14,4	14,4	0%
Rückstellungen	21,0	23,9	-12%
Finanzverbindlichkeiten, langfristig	46,8	37,4	25%
Finanzverbindlichkeiten, kurzfristig	0,8	1,1	-25%
Finanzverbindlichkeiten, insgesamt	47,7	38,5	24%
Nettoverschuldung	43,2	6,2	596%
Net Gearing (Nettoverschuldung/EK in %)	48,5%	7,8%	+40,7 PP
Verbindlichkeiten aus Lieferungen & Leistungen	11,0	9,9	11%
Bilanzsumme	194,0	173,9	12%

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Wind AG

Der Anstieg der Vorräte von €48,8 Mio. auf €71,5 Mio ist wesentlich dem Ausbau der Projektpipeline geschuldet und damit die Grundlage für zukünftiges Wachstum. Der Anstieg der Forderungen gegen verbundene Unternehmen von €35,6 Mio. auf €58,4 Mio. ist hauptsächlich auf ein einzelnes deutsches Projekt (€40,7 Mio.) zurückzuführen. Dieses Projekt wurde auf eigene Rechnung umgesetzt und noch im Jahr 2018 in Betrieb genommen. Finanzierung und Verkauf sind für Q2/19 vorgesehen. ABO Wind hat ihre umfangreichen liquiden Mittel für eine zügige Projektfertigstellung genutzt. Durch Finanzierung und Verkauf sollten dem Unternehmen erhebliche liquide Mittel zufließen. Die

Position „Wertpapiere“ stieg um 50% auf €18,7 Mio., da sich die Anteile an verbundenen Unternehmen durch den Erwerb von Projektgesellschaften um €6,6 Mio. erhöhten.

Negativer operativer Cashflow spiegelt Investitionen in die Projektpipeline wider Der operative Cashflow betrug €-28,1 Mio. (vgl. Abbildung 3) und ist wesentlich durch den Anstieg der Vorräte (€22,6 Mio.) und die Zunahme anderer Aktiva (€21,4 Mio.) geprägt. In dieser Zunahme enthalten sind die bereits erwähnten Forderungen aus realisierten Projekten.

Abbildung 3: Kapitalflussrechnung

in € Mio.	2018A	2017A
Operativer Cashflow	-28,11	31,45
CAPEX	-2,18	-1,47
Freier Cashflow	-30,29	29,98
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-3,24	-1,30
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	3,67	-1,51
Nettocashflow	-27,82	28,54

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Wind AG

Kräftiges Umsatzwachstum in den Bereichen Planung und Dienstleistungen kompensiert rückläufigen Errichtungsumsatz Insgesamt konnten die beiden Segmente Planung und Dienstleistungen den um 5% rückläufigen Umsatz aus Errichtung leicht überkompensieren (vgl. Abbildung 4). Im Jahr 2018 errichtete ABO Wind Windkraftanlagen mit einer Nennleistung von 104 MW (Deutschland: 49 MW, Finnland: 27 MW, Frankreich und Irland jeweils 14 MW) und 2 MW Solaranlagen. Das Segment Errichtung leistete damit einen Umsatzbeitrag von €105,7 Mio.

Das Segment Planung & Rechteverkauf steuerte €34,3 Mio. (+24% J/J) zum Gesamtumsatz bei. ABO Wind verkaufte die Rechte an 14 Projekten mit einer Gesamtkapazität von knapp 350 MW, davon zehn deutsche mit 182 MW, drei spanische mit 113 MW und ein finnisches mit 50 MW. Das Volumen der abgeschlossenen Projektentwicklungen belief sich auf knapp 80 MW (Deutschland: 64 MW, Irland 11 MW, Solar: 3 MW).

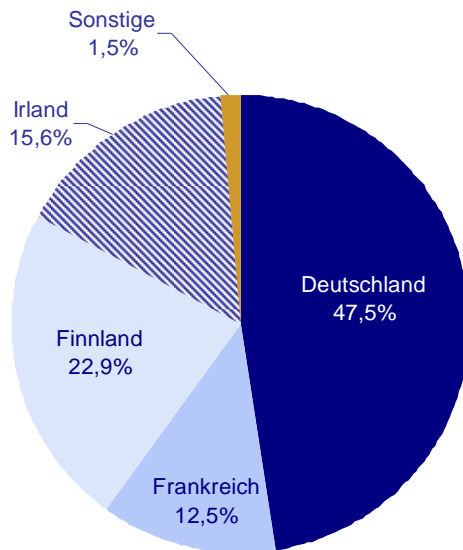
Der Bereich Dienstleistungen steigerte den Umsatzbeitrag um 25% auf €10,4 Mio. Das Portfolio der in der Betriebsführung befindlichen Windkraftanlagen hatte zum 31. März 2019 eine Gesamtkapazität von 1.251 MW (Vj: 1.221 MW). Im Geschäftsfeld Solar werden fünf kleinere Anlagen betreut. Für veräußerte Projekte (insgesamt 698 MW) arbeitete ABO Wind per 31. März 2019 im Auftrag der Erwerber als Dienstleister an der Einholung ausstehender Rechte und Verträge oder im Zusammenhang mit der Errichtung der Projekte.

Abbildung 4: Umsatz nach Segmenten

Segmentumsatz in € Mio.	2018A	2017A	Delta
Errichtung	105,7	110,9	-5%
Planung & Rechteverkauf	34,3	27,6	24%
Dienstleistungen	10,4	8,3	25%
Umsatz insgesamt	150,3	146,8	2%

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Wind AG

Deutschland bleibt wichtigster Einzelmarkt In 2018 betrug der Umsatzanteil Deutschlands 47,5% (Vj: 44,5%). Wie im Vorjahr kamen damit mehr als die Hälfte der Umsatzbeiträge aus dem Ausland. Maßgebliche Auslandsmärkte waren Finnland mit 22,9% Umsatzanteil, Irland mit 15,6% und Frankreich mit 12,5% (vgl. Abbildung 5 auf der nächsten Seite).

Abbildung 5: Umsatzanteile nach Ländermärkten

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Wind AG

Umfangreiche Projektakquisitionen führen zu sehr gut gefüllter Projektpipeline In Europa akquirierte ABO Wind neue Projekte mit einer Gesamtkapazität von 510 MW. Außerhalb Europas wurden Projekte im Volumen von 2.200 MW gesichert, davon rund 2/3 Wind- und 1/3 Solarprojekte. Dazu gehören Projekte in Kanada, Kolumbien, Südafrika, Tansania und Tunesien. Insgesamt arbeitet das Unternehmen damit in 16 Ländern auf vier Kontinenten an der Entwicklung von Projekten mit einer Gesamtkapazität von 6.500 MW, davon 4.500 MW Windparks. Geographisch verteilen sich die Windprojekte auf Deutschland (1.000 MW), Frankreich (700 MW), Finnland (600 MW), Spanien (500 MW) und die britischen Inseln mit 300 MW. Außerhalb Europas befinden sich 900 MW in Argentinien und ca. 500 MW in weiteren Ländermärkten in der Entwicklung. Im Solarbereich sind 1.200 MW in der Entwicklungsphase. Hauptmärkte sind Argentinien, Griechenland, Spanien und Südafrika.

Dividende steigt um 5% Das Management schlägt der Hauptversammlung eine Dividende von €0,42 pro Aktie (Vj: €0,40) vor. Dies entspricht einer Ausschüttungsquote von 25%. Die Dividendenrendite beträgt 3%.

Wandelanleihe erfolgreich platziert Seit April 2018 hat ABO Wind Investoren eine Wandelanleihe (Kupon: 3%, Wandlungspreis: €15,00, Laufzeit: Mai 2020) angeboten. Nachdem insgesamt Anleihen im Wert von ca. €11,5 Mio. gezeichnet wurden, hat das Unternehmen das Angebot im Februar 2019 vorzeitig geschlossen. Auch wenn das maximale Volumen von €15 Mio. nicht voll ausgeschöpft wurde, sehen wir die Platzierung als großen Erfolg an.

Guter Start ins Jahr 2019 In Q1/19 sicherte sich ABO Wind technologieübergreifend neue Projekte mit einer Gesamtkapazität von 920 MW, davon 660 MW in Europa. In demselben Zeitraum verkaufte das Unternehmen Projektrechte im Volumen von 317 MW in Finnland, Spanien und Frankreich. Darüber hinaus wurden im ersten Quartal die Entwicklung eines Solarprojekts (7 MW) erfolgreich abgeschlossen und die Errichtung eines Windparks mit 14 MW abgerechnet.

Schwacher deutscher Markt dürfte dieses Jahr zu einem Gewinnrückgang bei ABO Wind führen

Das im Jahr 2017 noch mangelhafte Ausschreibungsdesign, sehr langwierige Genehmigungsprozeduren und immer häufigere Klagen von Windkraftgegnern dürften dieses Jahr zu nochmals schwächeren Installationszahlen führen. Der Bundesverband WindEnergie (BWE) und der Verband Deutscher Maschinen- und Anlagenbau (VDMA) erwarten Neuinstallationen von unter 2 GW. Dies wäre eine erneute Abschwächung nach den bereits sehr niedrigen 2,4 GW im Vorjahr. Im Jahr 2017 beliefen sich die Neuinstallationen noch auf 5,3 GW. Eine Analyse der „Fachagentur Windenergie an Land“ zufolge bleibt das durchschnittliche Genehmigungsvolumen deutlich unterhalb des Niveaus vor 2017 (ca. 120 MW versus 350 MW in 2014-2016). Weniger Genehmigungen führten dazu, dass die letzten drei Ausschreibungen unterzeichnet waren (vgl. Abbildung 6). Eine Auswertung der Daten des Marktstammdatenregisters der Bundesnetzagentur durch das IWR zeigt, dass in den ersten fünf Monaten des Jahres 2019 bundesweit bisher onshore nur 60 Windkraftanlagen mit einer Leistung von 196 MW neu in Betrieb gegangen sind.

Abbildung 6: Ausschreibungsergebnisse für Onshore-Wind seit 2018

	Feb-18	Mai-18	Aug-18	Okt-19	Feb-19	Mai-19
Ausgeschriebene Menge (MW)	700	670	670	670	700	650
Obergrenze im Netzausbaugebiet (MW)	197	232	314	410	155	153
Eingereichte Gebote	132	111	91	62	72	41
Eingereichte Gebotsmenge (MW)	989	604	709	388	499	295
Zuschläge	83	111	86	57	67	35
Zuschlagsmenge (MW)	709	604	667	363	476	270
Zulässiger Höchstwert (€/kWh)	6,30	6,30	6,30	6,30	6,20	6,20
Durchschnittl., mengengewichteter Zuschlagswert (€/kWh)	4,73	5,73	6,16	6,26	6,11	6,13
Niedrigster Gebotswert (mit Zuschlag) (€/kWh)	3,80	4,65	4,00	6,12	5,24	5,40
Höchster Gebotswert (mit Zuschlag) (€/kWh)	5,28	6,28	6,30	6,30	6,20	6,20

Quelle: First Berlin Equity Research, Bundesnetzagentur

Ab 2020 stehen die Zeichen auf Wachstum Mittelfristig erwartet das Unternehmen eine deutliche Gewinnsteigerung. Spätestens ab 2023 sollen Jahresüberschüsse von mehr als €20 Mio. die Regel sein. Wir sehen ABO Wind als international aufgestellten Entwickler von Wind- und Solarprojekten ausgezeichnet positioniert, um am globalen Wachstum der Wind- und Solarenergie zu partizipieren. Mit der deutlichen Erhöhung der Mitarbeiterzahl in den letzten Jahren verfügt das Unternehmen über die notwendigen personellen Ressourcen, um das internationale Projektgeschäft voranzutreiben. Die signifikante Erhöhung des Gesamtvolumens der Projektpipeline ist eine hervorragende Grundlage für zukünftiges Wachstum.

Schätzungen überarbeitet Die Reduzierung der Guidance für 2019 ist ein Hinweis darauf, dass sich ABO Wind der Schwäche des deutschen Marktes weniger entziehen kann als im letzten Jahr. Während wir unsere Schätzungen für 2019E entsprechend zurückgenommen haben, erhöhen wir unsere Ergebnisschätzungen für 2020E & 2021E leicht.

Abbildung 7: Anpassung der Schätzungen

Alle Zahlen in € Mio.	2019E			2020E			2021E		
	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta
Umsatz	155,08	148,10	-4,5%	173,25	173,25	0,0%	184,69	184,69	0,0%
EBIT	20,87	16,86	-19,2%	21,50	21,94	2,1%	21,83	23,22	6,3%
Marge	13,5%	11,4%		12,4%	12,7%		11,8%	12,6%	
Jahresüberschuss	13,40	10,07	-24,8%	13,85	14,02	1,2%	13,92	14,60	4,9%
Marge	8,6%	6,8%		8,0%	8,1%		7,5%	7,9%	
EPS (verwässert) in €	1,72	1,30	-24,8%	1,65	1,67	1,2%	1,66	1,74	4,8%

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Wind AG



Weiterhin Kaufen bei leicht erhöhtem Kursziel Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt ein neues Kursziel von €22,00 (bisher: €21,50). Die Aktie bleibt mit einem 2020E KGV von 8 und einem EV/EBIT von 7 attraktiv bewertet. Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung. Das Kurspotenzial liegt bei 56%.



BEWERTUNGSMODELL

DCF Bewertungsmodell*								
Alle Angaben in Tsd EUR	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoumsatz	148.100	173.252	184.687	196.138	207.549	218.832	229.893	240.636
NOPLAT	11.667	15.934	16.959	17.961	18.838	19.731	20.649	21.476
+ Abschreibungen	1.811	1.991	2.269	2.566	2.765	3.008	3.249	3.474
= Operativer Cashflow (netto)	13.478	17.926	19.229	20.527	21.603	22.738	23.898	24.950
- Gesamte Investitionen (Capex und WC)	5.819	-15.542	-8.522	-9.680	-9.245	-9.345	-9.390	-9.378
Capex	-2.222	-2.945	-3.324	-3.334	-3.491	-3.641	-3.783	-3.916
Working Capital	8.041	-12.597	-5.198	-6.346	-5.754	-5.704	-5.607	-5.462
= Freier Cashflow (FCF)	19.298	2.383	10.707	10.847	12.358	13.394	14.508	15.573
GW der FCFs	18.458	2.102	8.709	8.138	8.551	8.546	8.538	8.452

in Tsd EUR	
GWs der FCFs explizite Periode (2019E-2033E)	124.617
GWs der FCFs in der Terminalperiode	102.470
Unternehmenswert (EV)	227.087
+ Nettokasse / - Nettoverbindlichkeiten	-43.164
+ Investitionen / Anteile Dritter	39
Shareholder Value	183.962
Ausstehende Aktien (verwässert, in tsd.)	8.379
Fairer Wert je Aktie in €	21,96

WACC		Umsatzwachstum in der Terminalperiode							
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	
Eigenkapitalkosten	13,0%								
Fremdkapitalkosten (vor Steuern)	5,5%	5,4%	39,37	41,50	44,18	47,63	52,27	58,81	68,76
Normaler Steuersatz	30,0%	6,4%	30,89	32,05	33,44	35,15	37,30	40,07	43,78
Fremdkapitalkosten (nach Steuern)	3,9%	7,4%	24,95	25,61	26,39	27,32	28,43	29,79	31,50
EK-Anteil	50,0%	8,4%	20,57	20,97	21,43	21,96	22,57	23,30	24,18
FK-Anteil	50,0%	9,4%	17,23	17,48	17,75	18,06	18,42	18,84	19,32
		10,4%	14,61	14,76	14,93	15,12	15,33	15,57	15,85
Kursziel in €	22,00	11,4%	12,50	12,60	12,70	12,82	12,95	13,09	13,25

* aus Layoutgründen werden nur die Jahre bis 2026 gezeigt, das Modell reicht aber bis 2033



GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
Umsatz	122.292	146.786	150.264	148.100	173.252	184.687
Bestandsveränderungen	22.320	29.468	-619	26.214	30.319	31.951
Andere aktivierte Eigenleistungen	0	0	256	0	0	0
Gesamtleistung	144.612	176.254	149.901	174.314	203.571	216.638
Herstellungskosten	76.198	99.298	70.684	96.709	118.418	126.788
Bruttogewinn (Umsatz - Herstkost.)	46.094	47.488	79.580	51.391	54.834	57.899
Personalkosten	27.095	32.039	36.305	38.050	40.000	42.028
Sonstige betriebliche Erträge	2.495	3.750	2.973	2.518	2.945	2.955
Sonstige betriebliche Aufwendungen	9.392	10.926	13.465	14.200	14.500	15.144
EBITDA	34.421	37.741	32.420	27.872	33.599	35.633
Abschreibungen & Amortisation AV	1.575	1.449	1.438	1.811	1.991	2.269
Abschreibungen UV	8.957	11.328	8.766	9.204	9.665	10.148
EBIT	23.889	24.964	22.216	16.857	21.943	23.216
Nettofinanzergebnis	-1.535	-1.489	-918	-1.594	-1.915	-2.361
EBT	22.354	23.475	21.298	15.263	20.027	20.855
Steuern	5.810	6.455	8.537	5.189	6.008	6.257
Minderheitsbeteiligungen	-24	-9	-17	0	0	0
Nettogewinn/ -verlust	16.519	17.011	12.745	10.073	14.019	14.599
EPS (verwässert)	2,16	2,22	1,67	1,30	1,67	1,74
Kennzahlen						
Bruttomarge auf Gesamtleistung	31,9%	26,9%	53,1%	29,5%	26,9%	26,7%
Bruttomarge auf Umsatz	37,7%	32,4%	53,0%	34,7%	31,7%	31,4%
EBITDA-Marge auf Umsatz	28,1%	25,7%	21,6%	18,8%	19,4%	19,3%
EBIT-Marge	19,5%	17,0%	14,8%	11,4%	12,7%	12,6%
EBT-Marge	18,3%	16,0%	14,2%	10,3%	11,6%	11,3%
Nettomarge	13,5%	11,6%	8,5%	6,8%	8,1%	7,9%
Steuersatz	26,0%	27,5%	40,1%	34,0%	30,0%	30,0%
Aufwand in % vom Umsatz						
Personalkosten	22,2%	21,8%	24,2%	25,7%	23,1%	22,8%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	7,7%	7,4%	9,0%	9,6%	8,4%	8,2%
Abschreibungen & Amortisation AV	1,3%	1,0%	1,0%	1,2%	1,1%	1,2%
Abschreibungen UV	7,3%	7,7%	5,8%	6,2%	5,6%	5,5%
Jährliches Wachstum						
Gesamtumsatz	52,4%	20,0%	2,4%	-1,4%	17,0%	6,6%
Operatives Ergebnis	68,8%	4,5%	-11,0%	-24,1%	30,2%	5,8%
Nettogewinn/ -verlust	112,5%	3,0%	-25,1%	-21,0%	39,2%	4,1%



BILANZ

Alle Angaben in Tsd EUR	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
Vermögen						
Umlaufvermögen, gesamt	136.074	163.462	184.057	201.930	225.582	235.399
Liquide Mittel	3.797	32.335	4.517	28.166	37.869	44.235
Wertpapiere	7.270	12.500	18.747	18.747	18.747	18.747
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	17.278	24.387	20.231	22.316	28.480	30.360
Vorräte	45.883	48.822	71.451	63.590	71.375	72.946
Sonstige Forderungen	61.847	45.418	69.111	69.111	69.111	69.111
Anlagevermögen, gesamt	10.478	10.487	9.985	10.395	11.349	12.404
Sachanlagen	4.782	4.627	4.553	4.759	5.679	6.859
Goodwill & Immaterielle Vermögenswerte	273	293	894	1.098	1.132	1.007
Finanzanlagen	5.424	5.567	4.505	4.505	4.505	4.505
Sonstige	0	0	33	33	33	33
Aktiva	146.552	173.949	194.042	212.325	236.931	247.803
Eigenkapital und Verbindlichkeiten						
Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt	36.271	42.615	43.848	49.322	58.389	66.831
Zinstragende Verbindlichkeiten (kurzfristig)	4.346	1.125	844	4.000	11.447	21.636
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	6.864	9.914	10.983	13.248	14.599	12.852
Rückstellungen (kurzfristig)	16.151	23.881	21.014	21.014	21.014	21.014
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	8.909	7.695	11.007	11.060	11.329	11.329
Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt	43.544	51.780	61.219	55.719	60.772	52.136
Zinstragende Verbindlichkeiten	28.937	37.410	46.837	41.337	46.390	37.754
Passive Rechnungsabgrenzungsposten	0	0	0	0	0	0
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	14.606	14.370	14.382	14.382	14.382	14.382
Anteile Dritter	32	42	39	39	39	39
Eigenkapital	66.706	79.512	88.937	107.245	117.731	128.797
Gezeichnetes Kapital	7.646	7.646	7.646	8.413	8.413	8.413
Kapitalrücklage	13.542	13.542	13.542	24.275	24.275	24.275
Gewinnrücklagen	45.529	58.553	68.016	74.824	85.310	96.376
Passiva	146.552	173.949	194.042	212.325	236.931	247.803
Kennzahlen						
Current ratio (x)	3,75	3,84	4,20	4,09	3,86	3,52
Quick ratio (x)	2,49	2,69	2,57	2,80	2,64	2,43
Nettoverbindlichkeiten	29.486	6.200	43.164	17.171	19.968	15.155
Net Gearing	44,2%	7,8%	48,5%	16,0%	17,0%	11,8%
Buchwert je Aktie (in €)	8,72	10,40	11,63	13,80	13,99	15,31
Return on Equity (ROE)	24,8%	21,4%	14,3%	9,4%	11,9%	11,3%
Return on Assets (ROA)	12,5%	10,8%	7,5%	5,6%	6,8%	7,0%
Return on Investment (ROI)	11,3%	9,8%	6,6%	4,7%	5,9%	5,9%
Return on average capital employed (ROCE)	27,1%	26,1%	20,6%	13,6%	17,3%	17,0%
Forderungsumschlag in Tagen	51,6	60,6	49,1	55,0	60,0	60,0
Vorratsumschlag in Tagen	219,8	179,5	369,0	240,0	220,0	210,0
Kreditorenlaufzeit in Tagen	32,9	36,4	56,7	50,0	45,0	37,0



CASHFLOWRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
EBIT	23.889	24.964	22.216	16.857	21.943	23.216
Abschreibungen auf SA u. imm. VG *	1.575	1.449	1.438	1.811	1.991	2.269
EBITDA	25.464	26.413	23.654	18.668	23.934	25.485
Veränderungen Working Capital	-27.327	2.817	-39.067	8.041	-12.597	-5.198
Sonstiges (Rückstellungen, Zinsen, etc.)	-1.527	2.216	-12.697	-5.189	-6.008	-6.257
Operativer Cashflow	-3.390	31.446	-28.110	21.519	5.329	14.031
Investitionen in Sachanlagen	-2.279	-1.257	-1.393	-1.481	-2.252	-2.770
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	-145	-213	-782	-741	-693	-554
Freier Cashflow	-5.814	29.976	-30.285	19.298	2.383	10.707
Akquisitionen und Verkäufe	340	169	179	0	0	0
Andere Investitionen	-377	4	-1.246	0	0	0
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-2.461	-1.297	-3.242	-2.222	-2.945	-3.324
Cashflow aus FK-Finanzierung, netto	2.069	4.130	9.120	-2.344	12.500	1.553
Cashflow aus EK-Finanzierung, netto	0	0	0	11.500	0	0
Gezahlte Dividenden	-1.911	-3.823	-3.058	-3.211	-3.265	-3.533
Sonstige Finanzierung	-1.766	-1.816	-2.389	-1.594	-1.915	-2.361
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-1.609	-1.508	3.672	4.351	7.320	-4.340
FOREX & sonstige Effekte	-16	-103	-138	0	0	0
Veränderung der liquiden Mittel	-7.475	28.538	-27.818	23.649	9.703	6.366
Cash am Anfang der Periode	9.505	3.797	32.335	4.517	28.166	37.869
Cash zum Ende der Periode	2.030	32.335	4.517	28.166	37.869	44.235
EBITDA je Aktie	4,50	4,94	4,24	3,59	3,99	4,24
Jährliches Wachstum						
Operativer Cashflow	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	-75,2%	163,3%
Freier Cashflow	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	-87,6%	349,2%
Financial Cashflow	n.m.	n.m.	n.m.	18,5%	68,2%	n.m.
EBITDA je Aktie	71,2%	9,6%	-14,1%	-15,4%	11,4%	6,1%

* In der Cashflowrechnung sind die Abschreibungen auf das Umlaufvermögen in "Veränderungen Working Capital" verbucht.

FIRST BERLIN ANLAGEEMPFEHLUNG- & KURSZIELHISTORIE

Bericht Nr.:	Tag der Veröffentlichung	Schlusskurs Vortag	Anlageempfehlung	Kursziel/Bewertung
Initial Report	12. April 2017	€ 7,80	BUY	€ 14,00
2...9	↓	↓	↓	↓
10	9. Oktober 2018	€ 13,90	BUY	€ 20,00
11	3. Dezember 2018	€ 13,90	BUY	€ 20,50
12	20. Februar 2019	€ 14,80	BUY	€ 21,50
13	Today	€ 14,10	BUY	€ 22,00

Ersteller: Dr. Karsten von Blumenthal, Analyst

Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen:

First Berlin Equity Research GmbH

Mohrenstraße 34
10117 Berlin

Tel. +49 (0)30 - 80 93 96 85 Fax +49 (0)30 - 80 93 96 87

info@firstberlin.com
www.firstberlin.com

Für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person: Martin Bailey

Copyright© 2019 First Berlin Equity Research GmbH. Kein Teil dieser Finanzanalyse darf ohne vorherige schriftliche Genehmigung durch die First Berlin Equity Research GmbH kopiert, fotokopiert, vervielfältigt oder weiterverbreitet werden, gleich in welcher Form und durch welches Medium. Bei Zitaten ist die First Berlin Equity Research GmbH als Quelle anzugeben. Weitere Informationen sind auf Anfrage erhältlich.

ANGABEN GEM. § 34B WERTPAPIERHANDELSGESETZ (WPHG), GEM. DER VERORDNUNG (EU) NR. 596/2014 DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES VOM 16. APRIL 2014 ÜBER MARKTMISSBRAUCH (MARKTMISSBRAUCHSVERORDNUNG) UND GEM. DER FINANZANALYSE-VERORDNUNG (FINANV)

Die First Berlin Equity Research GmbH (im Folgenden: „First Berlin“) erstellt Finanzanalysen unter Berücksichtigung der einschlägigen regulatorischen Vorgaben, insbesondere des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG), der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und der Finanzanalyseverordnung (FinAnV). Mit den nachfolgenden Erläuterungen informiert First Berlin Anleger über die gesetzlichen Vorgaben, die bei der Erstellung von Finanzanalysen zu beachten sind.

INTERESSENKONFLIKTE

Nach § 34b Abs. 1 WpHG und der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) dürfen Finanzanalysen nur dann weitergegeben oder öffentlich verbreitet werden, wenn Umstände oder Beziehungen, die bei den Erstellern, den für die Erstellung verantwortlichen juristischen Personen oder mit diesen verbundenen Unternehmen Interessenkonflikte begründen können, zusammen mit der Finanzanalyse offen gelegt werden.

First Berlin bietet ein Dienstleistungsspektrum an, das über die Erstellung von Finanzanalysen hinausgeht. Obwohl First Berlin darum bemüht ist, Interessenkonflikte nach Möglichkeit zu vermeiden, kann First Berlin mit dem analysierten Unternehmen strukturell insbesondere folgende, einen potentiellen Interessenkonflikt begründende, Beziehungen haben (weitere Informationen und Angaben können auf Anfrage zur Verfügung gestellt werden):

- Der Ersteller, First Berlin, oder ein mit First Berlin verbundenes Unternehmen hält eine Beteiligung von mehr als 5% am Grundkapital des analysierten Unternehmens;
- Der Ersteller, First Berlin, oder ein mit First Berlin verbundenes Unternehmen hat innerhalb der letzten 12 Monate Investmentbanking- oder Beratungsleistungen für das analysierte Unternehmen erbracht, für die eine Vergütung zu entrichten war oder getätigt wurde;
- Der Ersteller, First Berlin, oder ein mit First Berlin verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zur Erstellung einer Finanzanalyse getroffen, für die eine Vergütung geschuldet ist;
- Der Ersteller, First Berlin, oder ein mit First Berlin verbundenes Unternehmen hat anderweitige bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen;

Um mögliche Interessenkonflikte zu vermeiden und ggf. zu handhaben, verpflichten sich sowohl der Ersteller der Finanzanalyse als auch First Berlin, Wertpapiere des analysierten Unternehmens weder zu halten noch in irgendeiner Weise mit ihnen zu handeln. Die Vergütung des Erstellers der Finanzanalyse steht in keinem direkten oder indirekten Zusammenhang mit den in der Finanzanalyse vertretenen Empfehlungen oder Meinungen. Darüber hinaus ist die Vergütung des Erstellers der Finanzanalyse weder direkt an finanzielle Transaktionen noch an Börsenumsätze oder Vermögensverwaltungsgebühren gekoppelt.

Sofern sich trotz dieser Maßnahmen ein oder mehrere der vorgenannten Interessenkonflikte auf Seiten des Erstellers oder von First Berlin nicht vermeiden lassen, wird auf diesen Interessenkonflikt hingewiesen.

ANGABEN NACH WERTPAPIERHANDELSGESETZ (WPHG) §64: BESONDERE VERHALTENSREGELN BEI DER ERBRINGUNG VON ANLAGEBERATUNG UND FINANZPORTFOLIOVERWALTUNG; ERORDNUNGSERMÄCHTIGUNG (ZWEITES GESETZ ZUR NOVELLIERUNG VON FINANZMARKTVORSCHRIFTEN AUF GRUND EUROPÄISCHER RECHTSAKTE (ZWEITES FINANZMARKTNOVELLIERUNGSGESETZ - 2. FIMANOG) VOM 23. JUNI 2017, RICHTLINIE 2014/65/EU DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES VOM 15. MAI 2014 ÜBER MÄRKTE FÜR

FINANZINSTRUMENTE SOWIE ZUR ÄNDERUNG DER RICHTLINIEN 2002/92/EG UND 2011/61/EU (NEUFASSUNG) UND DIE DAZUGEHÖRIGE VERORDNUNG ÜBER MÄRKTE FÜR FINANZINSTRUMENTE (MARKETS IN FINANCIAL INSTRUMENTS REGULATION, MIFIR, VERORDNUNG (EU) NR. 600/2014

First Berlin weist darauf hin, dass sie mit der Emittentin einen Vertrag zur Erstellung von Wertpapieranalysen abgeschlossen hat und dafür von der Emittentin bezahlt wird. First Berlin stellt die Wertpapieranalyse allen interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen gleichzeitig zur Verfügung. Damit sieht First Berlin die in §64 WpHG formulierten Bedingungen für Zuwendungen, die als geringfügiger nichtmonetärer Vorteil zu werten sind, als erfüllt an.

STICHTAGE VON KURSEN

Falls nicht anders angegeben, beziehen sich aktuelle Kurse auf Schlusskurse des vorherigen Handelstages.

ABSTIMMUNG MIT DEM ANALYSIERTEN UNTERNEHMEN UND EINFLUSSNAHME

Die vorliegende Finanzanalyse basiert auf eigenen Recherchen und Erkenntnissen des Erstellers. Der Ersteller hat diese Studie ohne direkte oder indirekte Einflussnahme seitens des analysierten Unternehmens erstellt. Teile der Finanzanalyse wurden dem analysierten Unternehmen möglicherweise vor der Veröffentlichung ausgehändigt, um Unrichtigkeiten bei der Tatsachendarstellung zu vermeiden. Im Anschluss an eine solche mögliche Zurverfügungstellung wurden jedoch keine wesentlichen Änderungen auf Veranlassung des analysierten Unternehmens vorgenommen.

ANLAGEBEWERTUNGSSYSTEM

First Berlins System zur Anlagebewertung gliedert sich in eine Anlageempfehlung und eine Risikoeinschätzung.

ANLAGEEMPFEHLUNG

Die Empfehlungen, die sich nach der von First Berlin erwarteten Kursentwicklung in dem jeweils angegebenen Anlagezeitraum bestimmen, lauten wie folgt:

Kategorie		1	2
Aktuelle Marktkapitalisierung (in €)		0 - 2 Milliarden	> 2 Milliarden
Strong Buy ¹	erwartete positive Kursentwicklung von:	> 50%	> 30%
Buy	erwartete positive Kursentwicklung von:	> 25%	> 15%
Add	erwartete positive Kursentwicklung zwischen:	0% to 25%	0% to 15%
Reduce	erwartete negative Kursentwicklung zwischen:	0% to -15%	0% to -10%
Sell	erwartete negative Kursentwicklung von:	< -15%	< -10%

¹ Die erwartete Kursentwicklung ist verbunden mit einem großen Vertrauen in Qualität und Prognosesicherheit des Managements

Unser Empfehlungssystem platziert jedes Unternehmen in eine von zwei Marktkapitalisierungskategorien. Unternehmen der Kategorie 1 haben eine Marktkapitalisierung von €0 bis €2 Milliarden, und Unternehmen der Kategorie 2 eine Marktkapitalisierung von über €2 Milliarden. Die Schwellen bei der erwarteten Rendite, die unserem Empfehlungssystem zugrunde liegen, sind bei Unternehmen der Kategorie 2 niedriger als bei Unternehmen der Kategorie 1. Dies spiegelt das allgemein niedrigere Risiko wider, das mit Unternehmen mit höherer Marktkapitalisierung verbunden ist.

RISIKOBEWERTUNG

Die First-Berlin-Kategorien zur Risikobewertung sind Niedrig, Mittel, Hoch und Spekulativ. Sie werden durch zehn Faktoren bestimmt: Unternehmensführung und -kontrolle, Gewinnqualität, Stärke der Geschäftsleitung, Bilanz- und Finanzierungsrisiko, Positionierung im Wettbewerbsumfeld, Standard der Offenlegung der finanziellen Verhältnisse, aufsichtsrechtliche und politische Ungewissheit, Markenname, Marktkapitalisierung und Free Float. Diese Risikofaktoren finden Eingang in die First-Berlin-Bewertungsmodelle und sind daher in den Kurszielen enthalten. Die Modelle können von First-Berlin-Kunden angefordert werden.

ANLAGEHORIZONT

Die Ratings beziehen sich vorbehaltlich einer abweichenden Aussage in der Finanzanalyse auf einen Investitionszeitraum von zwölf Monaten.

AKTUALISIERUNG

Zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieser Finanzanalyse steht noch nicht fest, ob, wann und zu welchem Anlass eine Aktualisierung erfolgt. Im Allgemeinen bemüht sich First Berlin, in zeitlich engem Zusammenhang mit der Erfüllung der Berichtspflichten durch das analysierte Unternehmen oder anlässlich von Ad Hoc Meldungen die Finanzanalyse auf ihre Aktualität hin zu überprüfen und gegebenenfalls zu aktualisieren.

ÄNDERUNGSVORBEHALT

Die in der Finanzanalyse enthaltenen Meinungen spiegeln die Einschätzung des Erstellers zum Veröffentlichungstag der Finanzanalyse wider. Der Ersteller der Finanzanalyse behält sich das Recht vor, seine Meinung ohne vorherige Ankündigung zu ändern.

Die gesetzlich erforderlichen Angaben über

- die wesentlichen Informationsgrundlagen für die Erstellung der Finanzanalyse;
- die Bewertungsgrundsätze und -methoden;
- die Sensitivität der Bewertungsparameter

entnehmen Sie bitte dem folgenden Internetlink: <http://firstberlin.com/disclaimer-german-link/>

AUFSICHTSBEHÖRDE: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorferstraße 108, 53117 Bonn und Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt

HAFTUNGSAUSSCHLUSS (DISCLAIMER)

ZUVERLÄSSIGKEIT VON INFORMATIONEN UND INFORMATIONQUELLEN

Die in dieser Studie enthaltenen Informationen basieren auf Quellen, die der Ersteller für zuverlässig hält. Eine umfassende Prüfung der Genauigkeit und Vollständigkeit von Informationen und der Zuverlässigkeit von Informationsquellen ist weder durch den Ersteller, noch durch First Berlin erfolgt. Für die Genauigkeit und Vollständigkeit von Informationen und die Zuverlässigkeit von Informationsquellen wird demzufolge keinerlei Gewähr übernommen, und weder der Ersteller, noch First Berlin, noch die für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person, haften für direkte oder indirekte, unmittelbare oder mittelbare Schäden, die aus dem Vertrauen auf die Genauigkeit und Vollständigkeit von Informationen und die Zuverlässigkeit von Informationsquellen entstehen.

ZUVERLÄSSIGKEIT VON SCHÄTZUNGEN UND PROGNOSEN

Der Ersteller der Finanzanalyse hat Schätzungen und Prognosen nach bestem Wissen vorgenommen. Diese Schätzungen und Prognosen spiegeln die persönliche Meinung und Wertung des Erstellers wider. Prämissen für Schätzungen und Prognosen, sowie die Sichtweise des Erstellers auf solche Prämissen, unterliegen fortwährender Veränderung. Die jeweiligen Erwartungen über die zukünftige Wertentwicklung eines Finanzinstrumentes sind Ergebnis einer Momentaufnahme und können sich jederzeit ändern. Das Ergebnis einer Finanzanalyse beschreibt immer nur eine – die aus Sicht des Erstellers wahrscheinliche – zukünftige Entwicklung aus einer Vielzahl möglicher zukünftiger Entwicklungen.

Sämtliche Marktwerte oder Kursziele, die für das in dieser Finanzanalyse analysierte Unternehmen angegeben werden, können auf Grund verschiedener Risikofaktoren, einschließlich, aber nicht ausschließlich, Marktvolatilität, Branchenvolatilität, Maßnahmen des analysierten Unternehmens, Wirtschaftslage, Nichterfüllung von Ertrags- und/oder Umsatzprognosen, Nichtverfügbarkeit von vollständigen und genauen Informationen und/oder ein später eintretendes Ereignis, das sich auf die zugrunde liegenden Annahmen des Erstellers bzw. sonstiger Quellen, auf welche sich der Ersteller in diesem Dokument stützt, auswirkt, möglicherweise nicht erreicht werden. In der Vergangenheit erzielte Performance ist kein Indikator für zukünftige Wertentwicklungen; Vergangenheitswerte können nicht in die Zukunft fortgeschrieben werden.

Für die Genauigkeit von Schätzungen und Prognosen wird dementsprechend keinerlei Gewähr übernommen, und weder der Ersteller, noch First Berlin, noch die für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person, haften für direkte oder indirekte, unmittelbare oder mittelbare Schäden, die aus dem Vertrauen auf die Richtigkeit von Schätzungen und Prognosen entstehen.

INFORMATIONSZWECKE, KEINE EMPFEHLUNG, AUFFORDERUNG, KEIN ANGEBOT ZUM KAUF VON WERTPAPIEREN

Die vorliegende Finanzanalyse dient Informationszwecken. Sie soll institutionelle Anleger unterstützen, eigene Investitionsentscheidungen zu treffen, jedoch dem Anleger in keiner Weise eine Anlageberatung zur Verfügung stellen. Weder der Ersteller, noch First Berlin, noch die für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person, werden durch die Ausarbeitung dieser Finanzanalyse gegenüber einem Anleger als Anlageberater oder als Portfolioverwalter tätig. Jeder Anleger muss sich ein eigenes unabhängiges Urteil über die Geeignetheit einer Investition in Ansehung seiner eigenen Anlageziele, Erfahrungen, der Besteuerungssituation, Finanzlage und sonstiger Umstände bilden.

Die Finanzanalyse stellt keine Empfehlung oder Aufforderung und kein Angebot zum Kauf des in dieser Finanzanalyse genannten Wertpapiers dar. Weder der Ersteller, noch First Berlin, noch die für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person, übernehmen demzufolge eine Haftung für Verluste, die sich direkt oder indirekt, unmittelbar oder mittelbar aus der wie auch immer gearteten Nutzung oder dem wie auch immer gearteten Gebrauch von Informationen oder Aussagen aus dieser Finanzanalyse ergeben.

Eine Entscheidung bezüglich einer Wertpapieranlage sollte auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Studien, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf, Informationsmemoranden, Verkaufs- oder Emissionsprospekte erfolgen und nicht auf der Grundlage dieses Dokuments.

KEIN ZUSTANDEKOMMEN VERTRAGLICHER SCHULDVERHÄLTNISSE

Durch die Kenntnisnahme von dieser Finanzanalyse wird der Empfänger weder zum Kunden von First Berlin, noch entstehen First Berlin durch die Kenntnisnahme irgendwelche vertraglichen, quasi-vertraglichen oder vorvertraglichen Verpflichtungen und/oder Verantwortlichkeiten gegenüber dem Empfänger. Insbesondere kommt kein Auskunftsvertrag zwischen First Berlin und dem Empfänger dieser Informationen zustande.

KEINE PFLICHT ZUR AKTUALISIERUNG

First Berlin, den Ersteller und/oder die für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person trifft keine Pflicht zur Aktualisierung der Finanzanalyse. Anleger müssen sich selbst über den laufenden Geschäftsgang und etwaige Veränderungen im laufenden Geschäftsgang des analysierten Unternehmens informieren.

VERVIELFÄLTIGUNG

Der Versand oder die Vervielfältigung dieses Dokuments ist ohne die vorherige schriftliche Zustimmung von First Berlin nicht gestattet.

SALVATORISCHE KLAUSEL

Sollte sich eine Bestimmung dieses Haftungsausschlusses unter dem jeweils anwendbaren Recht als rechtswidrig, unwirksam oder nicht durchsetzbar erweisen, ist die betreffende Bestimmung so zu behandeln, als wäre sie nicht Bestandteil dieses Haftungsausschlusses; in keinem Fall berührt sie die Rechtmäßigkeit, Wirksamkeit oder Durchsetzbarkeit der übrigen Bestimmungen.

ANWENDBARES RECHT, GERICHTSSTAND

Die Erstellung dieser Finanzanalyse unterliegt deutschem Recht. Der Gerichtsstand für etwaige Streitigkeiten ist Berlin (Deutschland).

KENNTNISNAHME VOM HAFTUNGSAUSSCHLUSS

Durch die Kenntnisnahme von dieser Finanzanalyse bestätigt der Empfänger die Verbindlichkeit der vorstehenden Ausführungen.

Indem der Empfänger dieses Dokument nutzt oder sich gleich in welcher Weise darauf verlässt, akzeptiert er die vorstehenden Beschränkungen als für ihn verbindlich.

QUALIFIZIERTE INSTITUTIONELLE INVESTOREN

Die Finanzanalysen von First Berlin sind ausschließlich für qualifizierte institutionelle Investoren bestimmt.

Dieser Bericht ist nicht zur Verbreitung in den USA und/oder Kanada bestimmt.